

Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise

Immobilienblase: Ursachen, Auswirkungen,
Handlungsempfehlungen

Michael Bloss | Dietmar Ernst
Joachim Häcker | Nadine Eil

Oldenbourg

Immobilien-Crash: Was nun?



Michael Bloss | Dietmar Ernst | Joachim Häcker | Nadine Eil

Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise

Immobilienblase: Ursachen, Auswirkungen, Handlungsempfehlungen

2008 | 247 Seiten | gebunden | € 29,80
ISBN 978-3-486-58873-6

Die Subprime-Krise hat sich zur Finanzkrise ausgeweitet. Dieses Buch analysiert die Ursachen der Subprime-Krise, schildert die Auswirkungen auf die Finanz- und Realwirtschaft und gibt konkrete Handlungsempfehlungen, wie Krisen in ähnlicher Art in Zukunft vermieden werden können. Die Analyse zeigt die Entstehung und Ausbreitung der Finanzkrise als Prozess. Dabei werden die Rolle und die Strategien der wichtigsten Spieler innerhalb der Finanzkrise beleuchtet. Hierbei handelt es sich um die Hypothekenbanken, Investmentbanken, Ratingagenturen, Geschäftsbanken, Zentralbanken, Wirtschaftsprüfungsgesellschaften sowie Hedgefonds und Private Equity Gesellschaften.

Über die Autoren:

Michael Bloss ist Wertpapierspezialist und Prokurist der Commerzbank AG und Direktor des Europäischen Instituts für Financial Engineering und Derivateforschung (EIFD). Zudem ist er Associate Professor im Masterstudiengang International Finance der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt (HfWU) in Nürtingen.

Dr. Dr. Dietmar Ernst ist Professor an der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt (HfWU) in Nürtingen und Direktor des Deutschen Instituts für Corporate Finance.

Dr. Dr. Joachim Häcker ist Professor an der Hochschule Heilbronn und an der University of Louisville sowie Direktor des Deutschen Instituts für Corporate Finance.

Nadine Eil arbeitet bei der KfW IPEX-Bank GmbH in Frankfurt/Main und ist dort spezialisiert auf Internationale Projekt- und Exportfinanzierungen im Bereich Energie und Umwelt.

Schon aufgefallen?
Praxisbücher bei
Oldenbourg jetzt im
neuen Layout!

www.oldenbourg.de

Pressereferat Wirtschafts- und Sozialwissenschaften – Mareike Kuttig
Oldenbourg Wissenschaftsverlag | Rosenheimer Str. 145 | 81671 München
Tel.: +49 89 45051-467 | Fax: +49 89 45051-292 | kuttig@oldenbourg.de

Alle Veröffentlichungen des Oldenbourg Verlags sind über den Buchhandel zu beziehen.

Bei Lieferung fallen Versandgebühren an. Rezensionsexemplare auf Anforderung.

Von der Subprime-Krise zur Finanzkrise

Immobilienblase: Ursachen, Auswirkungen,
Handlungsempfehlungen

von

Michael Bloss
Dietmar Ernst
Joachim Häcker
Nadine Eil



Oldenbourg Verlag München

2

Was wir in diesem Buch erfahren werden

Wie wurde die Subprime-Krise ausgelöst?

1

Die niedrigen Zinssätze für Hypothekenkredite in den vergangenen Jahren und die Erwartung stetig steigender Immobilienpreise führten zu einer steigenden Anzahl an Hauseigentümern. Davon war ein zunehmender Anteil „Subprime“-Kreditnehmer, das bedeutet zweitklassige Kreditnehmer mit schlechter Bonität. Aufgrund steigender Zinssätze in Verbindung mit risikoreichen Hypothekenkrediten und variabler Verzinsung wurden viele finanziell anfällige Kreditnehmer mit hohen Zahlungen konfrontiert, die sie nicht mehr leisten konnten.

Wie konnte sich die Subprime-Krise ausbreiten?

2

Die Ausbreitung der Subprime-Krise erfolgte durch die Bündelung und Verbriefung der Subprime-Hypothekenkredite. Dadurch konnten diese am Kapitalmarkt verkauft werden. Investmentbanken kauften Kredite von regionalen Banken und Hypothekenbanken und bündelten sie zu neuen Anlageinstrumenten. Dieser Vorgang wird Verbriefung genannt und bezieht sich grundsätzlich auf Mortgage Backed Securities (MBS), also verbrieft Hypothekenkredite. In einem weiteren Schritt werden aus den MBS Fonds gebildet, sogenannte Collateralised Mortgage Obligations (CMO). Diese wurden anschließend weltweit an unterschiedlichste Kunden verkauft. Die bedeutendsten Käufer von MBS-Wertpapieren sind Investmentfonds, Hedgefonds, Versicherungen und Pensionsfonds.

Welche Auswirkungen hat die Subprime-Krise auf die Realwirtschaft?

3

Es ist damit zu rechnen, dass über 20 % der Subprime-Hypothekenkredite für die Kreditnehmer mit einem Verlust der Immobilie enden.

Die Immobilien werden zwangsversteigert, und Familien mit Zahlungsschwierigkeiten bleiben zurück. Dies hat einen direkten Einfluss auf das Konsumverhalten und damit auf die Realwirtschaft. Der private Konsum in den USA wird weiter zurückgehen. Dies hat wiederum einen negativen Einfluss auf die Produktion weltweit und kann zu einer Rezession führen.

Welche Auswirkungen auf die Immobilienmärkte sind weltweit zu beobachten?

4

Die Erwartung stetig steigender Immobilienpreise ist nicht nur in den USA zu beobachten. Ähnliche Erwartungen haben auch in Europa zur Immobilienblasen geführt (zum Beispiel in Großbritannien und Spanien). Hier sind die gleichen Krisen-Szenarien wie in den USA möglich. Dies würde die Subprime-Krise noch weiter verstärken.

Welche Länder sind von der Subprime-Krise betroffen?

5

Die volkswirtschaftliche Analyse zeigt, dass die heute führenden Industriestaaten unterschiedlich auf die Subprime-Krise reagieren. Die Volkswirtschaften in den USA, Großbritannien, Deutschland, Spanien und Japan sind direkt von der Subprime-Krise betroffen, wohingegen Länder aus den so genannten Emerging Markets wie Russland, China oder Indien kaum direkte Auswirkungen zeigen. Sollte sich die Subprime-Krise noch stärker ausweiten (zum Beispiel sinkende Nachfrage nach asiatischen Produkten weltweit), so wären auch die Volkswirtschaften aus den Emerging Markets stärker betroffen.

Warum haben die Risikomaßnahmen von Basel II nicht funktioniert?

6

Ziel von Basel II ist die Sicherstellung einer angemessenen Eigenkapitalausstattung der Finanzinstitute sowie die Schaffung konsistenter Wettbewerbsbedingungen. Gemäß Basel II müssen die Banken „risikogewichtete“ Kredite mit Eigenkapital unterlegen. Da die Banken vermeiden wollten, ihr Eigenkapital auf diese Weise zu binden, gründeten sie bei der Verbriefung der Hypothekenkredite Zweckgesellschaften und übertrugen ihre Risiken auf diesem Wege auf den Kapitalmarkt. Dort über-

nahmen Kreditgeber die Bankrisiken im Gegenzug für eine Risikoprämie. Für die aus der Bankbilanz ausgegliederten und verkauften Risiken mussten die Banken entsprechend kein Eigenkapital mehr hinterlegen. Somit wurde die Grundidee von Basel II umgangen.

Warum haben die Banken ein so hohes Abschreibevolumen, wenn sie doch die Risiken ausgelagert haben?

7

Zum einen haben die Banken selbst in Subprime-Titel investiert. Sie waren somit Investor und Nachfrager von verbrieften Produkten. Der Wertverfall der Subprime-Titel führt zu einem direkten Abschreibebedarf. Ferner haben die Banken, die die Verbriefung von Subprime-Produkten durchgeführt haben, für den Fall des Zahlungsausfalls der Kreditnehmer teilweise Sicherheiten für die Investoren gestellt. Dies bedeutet, dass die Banken in der Subprime-Krise einige der Subprime-Produkte in ihre eigenen Bücher nehmen müssen. Auch diese Positionen müssen nun abgeschrieben werden. Die Banken wurden ebenfalls Opfer ihrer eigenen, falschen Erwartungen.

Warum haben Rating-Agenturen bei der Verbriefung die Subprime-Produkte nicht risikogerecht bewertet?

8

Rating-Agenturen spielen in der Subprime-Krise eine Schlüsselrolle. Die Subprime-Krise entstand durch Wertpapiere, die ein erstklassiges Rating hatten und damit als sicher galten, aber sich aus risikoreichen Hypotheken zusammensetzten. Die erstklassigen Ratings wurden von den Rating-Agenturen vergeben und gründeten auf der Vermutung, dass ein Ausfall als unwahrscheinlich betrachtet wurde, da dieser einen Ausfall eines Großteils der zugrundeliegenden Kredite erforderte. Das Rating in Verbindung mit den erwarteten hohen Renditen waren die Hauptinvestitionskriterien der Investoren. „Hohe Renditen in Verbindung mit geringen Risiken“ waren das interessante an den Subprime-Titeln und der Grund, warum eine so große Anzahl von unterschiedlichsten Investoren weltweit so viel Kapital in Subprime-Titel investierte. Warum die Rating-Agenturen entgegen wirtschaftlicher Vernunft die Subprime-Titel so hoch geratet haben, kann möglicherweise durch eine falsche Anwendung des externen Ratings, Interessenkonflikte, mangelnden Wettbewerb und die Haftung von Rating-Agenturen erklärt werden. Aber auch hier spielte die falsche Erwartung stetig steigender Immobilienpreise eine zentrale Rolle.

War die amerikanische Zentralbank Mitauslöser der Subprime-Krise?

9

Als im Jahre 2001 die Internetblase platzte, hat die Fed mit einer Senkung der Leitzinsen reagiert. Damit waren die Zentralbanken Mitauslöser der gegenwärtigen Finanzkrise. Die niedrigen Zinsen waren als Einladung an die Banken gedacht, über die Refinanzierung bei den Zentralbanken die Realwirtschaft mit Liquidität zu günstigsten Konditionen zu versorgen. Dadurch sollte die Wirtschaft wieder angekurbelt werden. Die Überversorgung mit Liquidität hat jedoch den Zins als Lenkungsinstrument des gesamtwirtschaftlichen Produktionsaufbaus außer Kraft gesetzt und somit zum Aufbau der Immobilienblase und weiterer Blasen beigesteuert.

Wie reagieren die Zentralbanken in den USA und Europa auf die Subprime-Krise?

10

Die US-Notenbank Fed reagiert mit einer expansiven Geldpolitik auf die Subprime-Krise, die Europäische Zentralbank fokussiert ihre Ziele auf Geldwertstabilität. Trotz eines nun steigenden Inflationsdrucks in den USA reagierte der neue Fed Vorsitzende Ben Bernanke erneut mit starken Zinssenkungen. Der US-Kongress folgte der expansiven Geldpolitik mit Steuerkürzungen und Zusatzzahlungen an Geringverdiener, um den Konsum zu stützen. Die EZB hat im Gegensatz zur Krise von 2001 diesmal nicht mit Zinssenkungen reagiert, weil insbesondere steigende Energie- und Lebensmittelpreise den Inflationsdruck im Eurogebiet erhöhten.

Ist der Markt für Unternehmensübernahmen von der Subprime-Krise betroffen?

11

Die Finanzinvestoren (Private Equity Gesellschaften) haben in der Vergangenheit ebenfalls von dem Liquiditätsüberschuss nach dem Jahr 2001 profitiert. Eine Vielzahl von Unternehmensübernahmen wurde mit einem sehr hohen Anteil an Fremdkapital finanziert. Somit stellt sich die Frage, ob es am Markt für Unternehmensübernahmen auch zu Fehlallokationen gekommen ist, die sich nun verstärkend auf die Finanzkrise auswirken und zu einer Übertragung auf die Realwirtschaft führen können. Das Private Equity Geschäft ist bei großen Unternehmenskäufen von der Finanzkrise stark betroffen. Beim Kauf von mittelständischen

Unternehmen hat sich die Finanzkrise weniger stark ausgewirkt. Die gegenwärtige Konsolidierung wird als Rückkehr zu einer Fokussierung auf Käufe sehr guter Unternehmen mit einer angemessenen Eigenkapitalquote betrachtet. Das Private Equity Geschäft würde von der Finanzkrise in weit stärkerem Maße betroffen sein, wenn sich diese auf die Realwirtschaft ausweitet und die gekauften Unternehmen in eine wirtschaftliche Krise geraten würden.

Welche Rolle spielen Hedge-Fonds in der Subprime-Krise?

12

Weltweit gibt es ungefähr 9000 Hedge-Fonds, die ein Vermögen von ca. USD 1,5 Billionen verwalten. Auf Grund ihrer großen Marktbedeutung und fehlender Regulierung sind mit den Aktivitäten von Hedge-Fonds hohe Risiken verbunden. Diese Risiken betreffen primär die internationale Finanzstabilität und die Marktintegrität. Hedge-Fonds waren einer der größten Investoren in Subprime-Titel und sind auch gegenwärtig in diesem Segment aktiv, um kurzfristige Renditechancen wahrzunehmen. Mit der gestiegenen Bedeutung von Hedge-Fonds ist die Gefahr verbunden, dass die Schieflage von Hedge-Fonds die Funktionsfähigkeit des internationalen Finanzsystems insgesamt beeinträchtigen könnte (zum Beispiel durch Fehlinvestitionen in verbrieftete Papiere US-amerikanischer Immobilienkredite). Bisher sind nur wenige Hedge-Fonds-Verluste bekannt geworden. Dies könnte an den Freiheiten der Fonds bei den Berichtspflichten liegen.

Spiegeln die Aktienmärkte die gegenwärtige Krisenlage wider?

13

Gemäß unserer Analyse hat die Subprime-Krise große Auswirkungen auf die Aktienmärkte. Dennoch zeigen die hier untersuchten Haupteinflussfaktoren (Kurs-Gewinn-Verhältnis, Leitzinsen, Inflation, Bruttonationalprodukt) gute Ausgangsbedingungen für eine positive Entwicklung der weltweiten Indices. Aktuell sind das Kurs-Gewinn-Verhältnis und die Leitzinsen niedrig, die Inflation einigermaßen kontrolliert und eine starke wirtschaftliche Basis liegt vor. Wir gehen davon aus, dass die Finanzmärkte für eine bestimmte Zeit volatil bleiben werden. Ein Aufwärtstrend erscheint mittelfristig realistisch.

Ist in der Finanzkrise Licht am Ende des Tunnels erkennbar?

14

Es ist davon auszugehen, dass im Finanzsektor noch weiterer Abschreibungsbedarf in Folge der Subprime-Krise besteht. Ob dies weitere negative Folgen für die Realwirtschaft und eine Rezession zur Folge haben wird, kann erst dann beantwortet werden, wenn alle Risikopositionen offengelegt und bewertet sind. Während die etablierten Industrienationen deutliche Krisenmerkmale im Finanzsektor und in der Realwirtschaft aufweisen, sind die Emerging Markets noch weitgehend unbeeinträchtigt und stellen einen Wachstums- und Stabilisierungsfaktor in der Krise dar. Einiges wird auch von der Geldpolitik der Zentralbanken abhängen. Die Europäische Zentralbank sieht sinkende Zinsen in Reaktion auf platzende Blasen als Nährboden für Inflation und neue Blasen. Sie hat deshalb die Zinsen erhöht, um dem steigenden Inflationsdruck entgegen zu wirken. Die Folge dürften kurzfristige Wachstumseinbußen bei langfristiger gesamtwirtschaftlicher Stabilität sein. In den USA dominiert eine Sichtweise, die Wachstum und Finanzmarktstabilität stärker gewichtet als Preisstabilität. Mit den deutlichen Zinssenkungen könnte zwar eine nachhaltige Rezession zunächst vermieden werden. Der Preis wäre aber eine höhere Inflation. Darunter würden alle Wirtschaftssubjekte leiden und langfristig wäre ein geringes Wirtschaftswachstum die Folge.

Haben die wichtigsten Akteure aus der Krise gelernt?

15

Betrachtet man die Vielzahl geplatzter und noch bestehender Blasen, muss man zu dem Urteil kommen, dass es bislang noch nicht gelungen ist, die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen für ein globales und nachhaltiges Wachstum auf funktionierenden Märkten zu schaffen. Momentan sind jedoch auf verschiedensten Ebenen Maßnahmen im Gange, um dies zu erreichen. Da ein kurzfristiges Eingreifen in die Märkte keine Lösung darstellt, müssen die Rahmenbedingungen für effiziente und transparente Märkte geschaffen werden. Wir schließen uns dementsprechend den Handlungsempfehlungen des Deutschen Bankenverbandes und den Initiativen der Europäischen Zentralbank an.

3.3 Auswirkungen der Subprime-Krise

3.3.1 Der Ursprung des Problems

Insbesondere Kredite mit variablen Zinssätzen sowie Hybridstrukturen erwiesen sich als problematisch, da die kurzfristigen Zinssätze von etwa 1 % in 2003 auf 5,75 % in 2007 angestiegen sind. Viele Kreditnehmer waren nicht in der Lage, ihren jetzt höheren monatlichen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, während fallende Immobilienpreise es schwierig machten, das Haus ohne Hinnahme von Verlusten zu verkaufen. Dieses Grundproblem wird sich in der nächsten Zeit weiter verschlimmern und weitere, deutliche gesteigerte Ausfälle mit sich bringen.¹¹

3.3.2 Auswirkungen auf die Realwirtschaft

Gemäß den Vorhersagen des „Center for Responsible Lending“ werden 20 % der Subprime-Hypothekenkredite mit einem Verlust der Immobilie enden. Demnach werden die Immobilien zwangsversteigert und Familien mit Zahlungsschwierigkeiten zurückbleiben. Dies hat möglicherweise einen Einfluss auf die wirtschaft-

¹⁰ Bernanke (2007)

¹¹ Schumer, Maloney (2007)

liche Entwicklung: der private Konsum in den USA wird zurückgehen und die Produktion wird ebenfalls heruntergefahren werden. Dies wiederum könnte zu Entlassungen, insbesondere im Bausektor und den Bau nahen Gewerben führen. Aufgrund der Zwangsvollstreckungen müssen Familien aus ihren Häusern ausziehen. Dies beeinflusst den Wert der benachbarten Immobilien, wenn es in großer Anzahl in einem einzelnen Wohngebiet passiert. Dies könnte wiederum einen Einfluss auf die Grundsteuereinnahmen der Bundesstaaten und lokalen Regierungen haben.

3.3.3 Der Hypothekenmarkt

Da die Investitionen in Bauaktivitäten in Wohngebieten zurückgehen und die Hauspreise fallen, besteht durchaus Grund zur Sorge hinsichtlich der langfristigen Aussichten für Häuserwerte. Einer starken Preissteigerung folgte ein plötzlicher und starker Preisverfall. Da eine Immobilienpreisblase existierte, waren die Immobilienpreisniveaus dramatisch von den veränderten Erwartungen betroffen. Es ist offensichtlich, dass sich die Erwartungen hinsichtlich der Immobilienpreise bereits verändert haben. Der Housing Market Index der National Association of Home Builders, der auf monatlichen Umfragen eines Forums von Hausbauern basiert, erreichte ein historisches Tief zu Beginn des Jahres 2008 (vgl. Abbildung 3.7).¹²

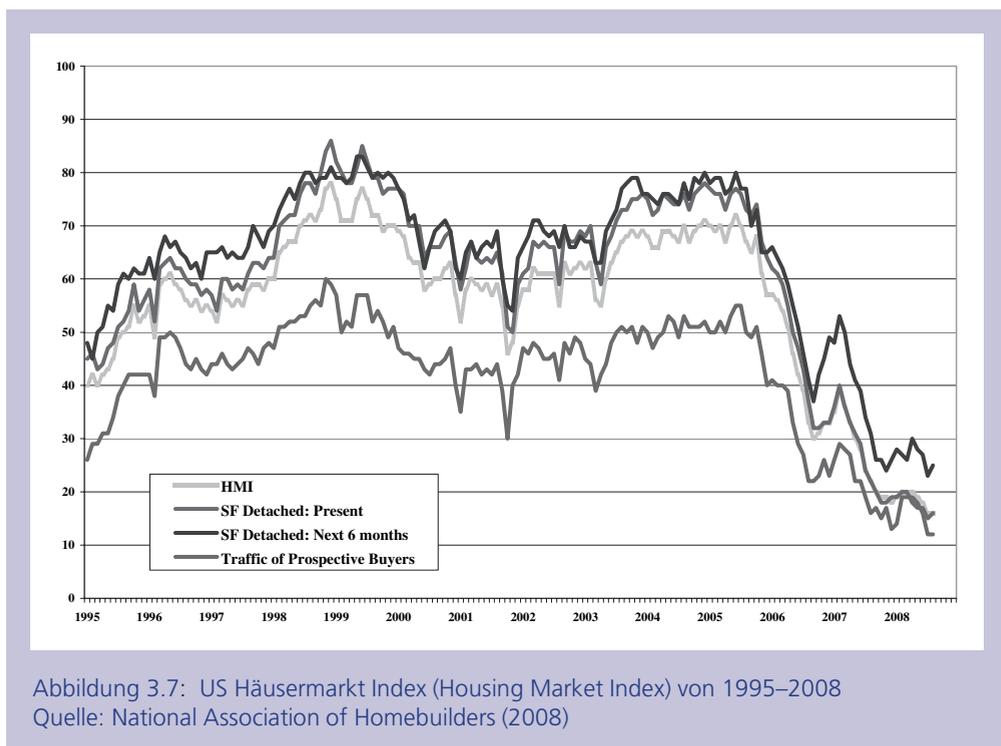


Abbildung 3.7: US Häusermarkt Index (Housing Market Index) von 1995–2008
Quelle: National Association of Homebuilders (2008)

¹² National Association of Homebuilders (2008)

3.3.4 Der Bankensektor

Ein weiterer Aspekt liegt darin, dass Immobilienkredite für Banken kein risikofreies Geschäft mehr darstellen. Bisher befürchteten die Banken nicht, dass mehrere Darlehensausfälle durch Subprime-Hypothekenkredite auftreten könnten. Wenn ein Schuldner zahlungsunfähig war, wurde das Haus per Gerichtsbeschluss verkauft. Aufgrund der steigenden Immobilienpreise war die daraus resultierende Zahlung ausreichend, um den Kredit zu tilgen. Infolge fallender Immobilienpreise funktioniert dieses Prinzip nicht mehr und führt zu Verlusten bei den Banken. Da es unklar ist, wie hoch die Beträge sind, die Banken weltweit in Subprime-Hypothekenkredite investiert haben, ist es bislang unmöglich, die endgültigen Auswirkungen auf den Bankensektor abzuschätzen.

3.4 Kann die Subprime-Krise volkswirtschaftlich erklärt werden?

Die volkswirtschaftlichen Rahmenbedingungen spielen für das globale Verständnis der Subprime-Krise eine wichtige Rolle. Im Folgenden wird auf volkswirtschaftliche Aspekte im Rahmen der Konjunkturtheorie von Hayek eingegangen:¹³

Wenn es konjunkturpolitisch hart auf hart kommt, orientieren sich die geldpolitischen Akteure an John Maynard Keynes, auch wenn er immer wieder für tot erklärt wird. Mit Zinsen auf Niedrigstniveau wollen sie die Konjunktur stimulieren; und sie fluten schliesslich die Märkte mit Liquidität, um ein Ausgreifen von Gefahrenherden auf die Gesamtwirtschaft zu unterbinden. Die theoretischen Erkenntnisse von Keynes' Widerpart, Friedrich August von Hayek, sind in Vergessenheit geraten.

Hayek sah die Ursache für konjunkturelle Turbulenzen in einer verzerrten Zinsbildung begründet. Seine Konjunkturtheorie lässt sich in fünf Phasen gliedern:

1. Eine höhere Investitionsbereitschaft lässt die Nachfrage nach Kapital steigen;
2. die Banken sind bereit, diese zusätzliche Nachfrage zu gleichbleibenden Zinssätzen zu befriedigen; Hayek nennt dies die perverse Elastizität des Kreditangebots;
3. der zu niedrige Preis für Kapital führt zu einem falschen Produktionsaufbau;

¹³ Die folgenden Ausführungen sind entnommen aus: Starbatty, Joachim (2008). Professor (em.) Dr. Dr. h.c. Joachim Starbatty, Universität Tübingen, ist Vorsitzender der Aktionsgemeinschaft Soziale Marktwirtschaft (ASM).

4. der im Zuge des Konjunkturaufschwungs anziehende Zins deckt den fehlgeleiteten Produktionsaufbau auf;
5. der Prozess der Bereinigung der Produktionsstruktur mündet in eine sich verschärfende Konjunkturkrise.

Zieht man die Hayeksche Konjunkturtheorie als Referenzrahmen zur Erklärung der Subprime-Krise heran, ist zu bedenken, dass jeder Konjunkturzyklus spezifische Merkmale aufweist und dass das Erfahrungsmaterial sowie das institutionelle Arrangement Hayeks, in dem sich seinerzeit die Konjunkturschwüngen vollzogen, aus den zwanziger Jahren des vorigen Jahrhunderts stammen. Freilich ist das bewegende Phänomen des Hayekschen Prozesses zeitlos: Der Zins als relativer Preis zur Steuerung des gesamtwirtschaftlichen Produktionsaufbaus ist nicht an Raum und Zeit und an bestimmte institutionelle Arrangements gebunden. Anhand des Hayekschen Phasenschemas kann die Entstehung der Subprime-Krise wie folgt nachgezeichnet werden.

Phase 1: Die für die Weltwirtschaft entscheidenden Zentralbanken haben nach dem Absturz an den Aktienbörsen im Laufe des Jahres 2000 den Refinanzierungszins auf ein so niedriges Niveau – gemessen am Index für Konsumentenpreise war der Realzins sogar negativ – gesetzt, dass dies als auslösendes Moment des letzten Zyklus angesehen werden muss.

Phase 2: Die niedrigen Zinsen waren als Einladung an die Banken gedacht, über die Refinanzierung bei den Zentralbanken die Realwirtschaft mit Liquidität zu günstigsten Konditionen zu versorgen, um so den Konsequenzen des Platzens der Blase auf den Aktienmärkten entgegenzuwirken. Zuvor hatte der Fed-Präsident ein zentrales Signal für Banken und Unternehmerwirtschaft gesetzt. Unter seiner Stabführung – bei Heranziehung der wichtigsten Notenbanken – ist der LTCM-Hedge-Fund in einer koordinierten Runde vor dem Konkurs bewahrt worden. Greenspan wollte die Auslösung einer Kettenreaktion verhindern. Zugleich hat das Fed ausserhalb des Turnus zweimal den Refinanzierungssatz um jeweils 25 Basispunkte gesenkt. Das ist als Zinsreduktion keineswegs nennenswert, wohl aber als Signal an die Märkte: Das Fed wird anbahnenden Liquiditätsengpässen entgegenwirken. Diese Politik ist als „Greenspan put“ in die jüngste Geldgeschichte eingegangen: Die Geldpolitik des Fed wird als eine Versicherung gegen gesamtwirtschaftliche Liquiditätsengpässe und damit als Absicherung gegen das Absinken der Börsenkurse auf breiter Front gesehen.

Phase 3: Die liquiditätsmässige Flutung der verschiedenen Märkte hat den Zins als Lenkungsinstrument des gesamtwirtschaftlichen Produktionsaufbaus ausser Kraft gesetzt; dies gilt für den Markt für Unternehmensübernahmen weltweit. Die darauf spezialisierten Investmentfonds verfügten über hinreichend Liquidität zu güns-

tigsten Konditionen und haben dabei auch Projekte angebahnt, bei denen sich die Übernahmepreise von der Realität gelöst haben, so dass die dahinterstehenden Banken schliesslich die Kreditierung auf die eigenen Bücher nehmen mussten. Die einzelnen Kredittranchen konnten im Markt nicht mehr untergebracht werden.

Der frühere Chefökonom der EZB, Otmar Issing, war sich dieser Risiken bewusst, als er festhielt: „Der sehr expansive Kurs der Geldpolitik hat die Liquidität global wie im Euro-Raum stark erhöht. Die hohe Liquidität birgt ein inflationäres Potenzial in sich. Sie hat auch dazu beigetragen, dass bei der Jagd nach Renditen die Risikoprämien so abgeschmolzen sind, dass sie für viele Anlagen das wirkliche Risiko nicht angemessen abbilden.“

Die Geschichte auf dem US-Immobilienmarkt ist dafür ein repräsentatives Beispiel. Sie kann nur in Umrissen erzählt werden, aber das ist bereits hinreichend zur Erläuterung, wie hier systematisch der Zins als Steuerungsinstrument ausgehebelt wurde. Niedrige Zinsen beflügeln besonders den Immobilienmarkt, da Zinssenkungen die jährliche Finanzlast stark sinken lassen bzw. für die gleichbleibende Last eine höherwertige Immobilie erworben werden kann. Wird die Kaufkraft mittels niedriger Zinsen in diese Richtung gelenkt, so steigen zum einen die Preise für Immobilien, und zum anderen wird der Bausektor samt vor- und nachgelagerten Branchen an gesamtwirtschaftlichem Gewicht zulegen. Bleiben die Zinsen niedrig, so werden steigende Immobilienpreise nicht abschrecken, sondern die Kauflust sogar noch stimulieren: „Kaufe oder baue heute, denn morgen ist es schon wieder teurer geworden“. Hinzu kommt, dass der US-Immobilienmarkt mit aggressiven Konditionen aufwartet: Eigenkapital ist nicht erforderlich, Wertsteigerungen können nachträglich hypothekarisch beliehen werden, und es werden Lockzinsen gewährt. Tatsächlich erhöht sich der Zins im Laufe der Zeit. Die Belastung könne aus einem steigenden Gehalt leichter getragen werden, lautet die Begründung.

Vor nicht geraumer Zeit galten diese Konditionen als eine soziale Errungenschaft, weil sie den Erwerb eines Eigenheims auch für Schichten mit unterdurchschnittlichem Einkommen möglich machten. Natürlich drehen sich diese die Anschaffung fördernden Elemente gegen den Erwerber, wenn die Konjunktur auf dem Baumarkt kippt und die Zinsen obendrein steigen, zumal sich eine schier unvorstellbare Leichtfertigkeit etabliert hatte:

- Kreditmakler machten Jagd auf alles und jeden, der noch keine oder keine hochwertige Immobilie besass; sie erhielten von den Banken Prämien für jeden abgeschlossenen Kreditvertrag, bis schliesslich sogenannte Ninja-Verträge abgeschlossen wurden (no income – no job);
- die Banken haben diese zinsmässig attraktiven Kreditpakete (sogenannte Subprime-Kredite) an eigens gegründete Zweckgesellschaften (Special Purpose Vehicles SPV, Conduits) weitergereicht;
- die SPV verbrieften diese Darlehensverträge; teilweise mischten sie sie mit anderen Kreditverpflichtungen (Leasing-Verträge, Ratenverträge für PKW, Kreditkarten-Verpflichtungen) und machten sie so kapitalmarktreif;

- Rating-Agenturen haben die Ausfallwahrscheinlichkeit solcher Kreditpakete mangels historischer Vorbilder und aufgrund hypothekarischer Sicherungen als höchst gering eingeschätzt und mit Bestnoten versehen; das höchste Rating erhielten Papiere, deren Ausfallrisiko versichert war;
- die Käufer solcher Papiere (Geschäftsbanken, Investmentfonds und auch Hedge-Funds) haben sie in Abhängigkeit von deren Bonität mit Eigenkapital zu unterlegen; bei einem guten Rating ist nur eine geringe Unterlegung erforderlich;
- zu einem nicht geringen Teil haben Banken die Subprime-Kredite, die sie selbst verbrieft haben, auf die eigenen Bücher genommen;
- die Ankäufer haben ihr langfristiges Engagement in der Regel über kurzfristige Einlagen finanziert.

Solange die Immobilienpreise stiegen und die Zinsen niedrig blieben, ist die US-Konjunktur weiter stimuliert worden: Wegen steigender Immobilienpreise rechneten sich die Eigentümer reich und fuhren fort, ihre Häuser mit Hypotheken zu Niedrigstzinsen zu belasten. Sie erhöhten dadurch ihren Gegenwartsverbrauch. Sie wandelten Zukunftsverbrauch systematisch in Gegenwartsverbrauch um, wobei die in den USA bestehende Güterlücke hauptsächlich durch Importe aus China gefüllt wurde.

Phase 4: Nach Hayek deckt ein aus endogenen Gründen steigender Zins den falschen Produktionsaufbau auf; die darauf einsetzenden Anpassungsprozesse bewirken den konjunkturellen Umschwung. In den USA und auch im Euro-Klub haben die Zentralbanken in Schritten von jeweils 25 Basispunkten schliesslich ein Zinsniveau realisiert, das die Notenbankchefs wohl als konjunkturneutral eingestuft haben. Folgen solche Trippelschritte in einem bestimmten Rhythmus und wird die interessierte Öffentlichkeit entsprechend darauf eingestellt, so werden die Zinserhöhungen „eingepreist“, und die dämpfende Wirkung bleibt aus. Im Gegenteil: Gibt die Zentralbank zu erkennen, dass weitere Schritte folgen werden, so wirken solche Signale prozyklisch – „verschulde dich lieber heute als morgen“. Verharrt der Refinanzierungssatz schliesslich auf der obersten Treppenstufe – in den USA war es ein Refinanzierungssatz von 5,25 % –, so wird er zumindest in den zinsensiblen Sektoren konjunkturdämpfend wirken. Im Immobilienbereich steigt bei Verträgen mit variablen Zinsen die Belastung entsprechend an, zumal die Kreditverträge sogar noch mit Lockzinsen ausgestattet waren.

Fallen dann die ersten Hypothekenschuldner aus, sinken die Immobilienpreise. Können deswegen weitere Schuldner ihren Verpflichtungen nicht mehr nachkommen, so werden Kreditbündel mit solchen Subprime-Anteilen verdächtig, und die Bereitschaft, dafür Liquidität (wenn auch nur kurzfristig) bereitzustellen, sinkt schlagartig; und damit schnellen die Zinsen nach oben. Eine kurzfristige Refinanzierung ist in dieser Situation kaum noch möglich oder nur noch zu hohen Risikoaufschlägen. Dass die Banken einander fortan misstrauen und ihr Geld lieber horten als an risikobehaftete Banken weiterreichen (credit crunch), ist eine erklärliche Reaktion. Der credit crunch würde natürlich auf die Realwirtschaft aus-

strahlen und damit F. A. v. Hayeks Aussage bestätigen, dass der Zinsanstieg zu einem kritischen Zeitpunkt den Umschwung bewirkt.

Phase 5: Wie sich der durch die Subprime-Krise initiierte Umschwung auf die Realwirtschaft auswirkt, kann nicht im Einzelnen vorausgesagt werden. Die Flutung der Märkte mit Liquidität soll ein Übergreifen auf die Realwirtschaft unterbinden. Dies zeigen die Reaktionen an den Aktienbörsen deutlich. Freilich kann niemand verlässlich sagen, ob es sich hier um monetär gezündete Strohfeuer handelt oder ob die Gewissheit eingekehrt ist, dass sich die Subprime-Krise so isolieren lässt. Wir wissen aber, dass in den USA die Bauindustrie und der private Konsum, weil zuvor Zukunftskonsum in Gegenwartskonsum umgewandelt wurde, als massgebliche Konjunkturtreiber ausfallen. Sollte der Anstieg der Konsumentenpreise in den USA nicht nachlassen – wegen steigender Rohstoffpreise, anziehender Importpreise über die Abwertung des Dollars und teurer werdender Importgüter aus China (auch wegen der Preisanpassung dort) –, dann ist ein Szenario aus Stagnation und Inflation, also die Stagflation, durchaus realistisch. Sollte es dazu kommen, wird dies wegen des Ausfalls an weltwirtschaftlicher Nachfrage Rückwirkungen auf die Weltwirtschaft insgesamt haben. Wenn dann noch wegen der Zinssenkungen in den USA der Dollar zu trudeln begänne, dann würde es wirklich ernst.

Was können wir aus der Subprime-Krise lernen? Eine generelle Flutung der Geldmärkte und eine Zinssenkung auf breiter Front würde Hayek für kontraproduktiv halten, weil so der falsche Produktionsaufbau überlagert und Strukturbereinigungen hinausgezögert würden, so wie es in Japan mit einer extremen Billiggeldpolitik und einem ausufernden Staatsdefizit noch 18 Jahre nach Platzen der Blase der Fall ist. Was wäre langfristig zu tun? Ein Blick auf die alte Goldwährung kann uns klarmachen, was im Prinzip nötig wäre. Joseph Schumpeter plädierte – im Gegensatz zu John Maynard Keynes – für ein Festhalten am Goldstandard, weil der Abfluss von Gold bei einer exzessiven Geldmengenaufblähung den nationalen Goldvorrat schmälern und damit die Zentralbank zu einer restriktiven Politik zwingen müsste. Dies war für ihn die „goldene Bremse an der Kreditmaschine“. Nach dem Übergang zum sogenannten Fiat Money (Geld, das nicht oder nur teilweise durch reale Vermögenswerte gedeckt ist) fehlt dieser Sanktionsmechanismus. Ein Zurück in den Goldstandard wird es nicht geben, doch hatte sich die Deutsche Bundesbank mit ihrer Geldmengenvorgabe eine solche Bremse selbst geschaffen. In der amerikanischen Geldpolitik und auch unter der Ägide der EZB ist eine monetäre Selbstbindung zu einem blossen Erinnerungsposten herabgestuft worden. Der seit 1999 stark gestiegene Geldmengenüberschuss auch im Euro-Raum zeigt das.

Daraus können wir folgende Schlussfolgerung ziehen: Die Zentralbanken müssen sich einer disziplinierenden Regel unterziehen, damit sie nicht unter dem Anschein der Allmächtigkeit im Bankensektor der perversen Elastizität des Kreditangebots Vorschub leisten und damit die Tendenz zu einer Attitüde des „moral hazard“ fördern.

Über die Autoren



Michael Bloss ist Wertpapierspezialist und Prokurist der Commerzbank AG. Er lehrt als Associate Professor und Director for Derivatives im Masterstudiengang International Finance der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt (HfWU) in Nürtingen und unterrichtet als Gastdozent an namhaften Universitäten und Hochschulen.



Dietmar Ernst ist Professor für Corporate Finance an der Hochschule für Wirtschaft und Umwelt (HfWU) in Nürtingen. Zuvor war er bei einer Private Equity Gesellschaft und über mehrere Jahre im Bereich Mergers & Acquisitions tätig. Dietmar Ernst hat an der Universität Tübingen Internationale Volkswirtschaftslehre studiert und sowohl in Wirtschaftswissenschaften als auch Naturwissenschaften promoviert. Er ist Autor von zahlreichen Standardwerken im Bereich Corporate Finance.



Joachim Häcker ist Professor an der Hochschule Heilbronn und der University of Louisville. Ferner ist er Lehrbeauftragter an der St. Galler Business School sowie Beirat von PHTS. Sein Fachgebiet ist Internationale Finanzwirtschaft insbesondere Corporate Finance. Herr Häcker ist seit 12 Jahren als Berater im Corporate Finance Bereich tätig und war bis Ende 2003 Vice President bei Rothschild in Frankfurt und London. Herr Häcker hat an der Universität Tübingen und der Kenan Flagler Business School (USA) BWL und Jura studiert und in beiden Fächern promoviert.



Nadine Eil arbeitet bei der KfW IPEX-Bank in Frankfurt/Main und ist dort spezialisiert auf Internationale Projekt- und Exportfinanzierungen im Bereich Energie und Umwelt. Zuvor war Frau Eil bei Rothschild in Frankfurt im Investment Banking in M&A Advisory in den Sektoren „Transport“ und „Business Services“ tätig. Bei der Société Générale Corporate & Investment Banking in London hat sie Erfahrungen im Bereich „Sales Debt Finance“ erworben, nachdem sie als Kreditanalytistin und Akquisiteurin bei der Landesbank Saar im Bereich „International Finance – Corporates and Structured Products“ tätig war.